

## ベル投資環境レポート

# 新しい成長戦略を探る ～価値創造の差異化を追求～

2014年7月4日

鈴木行生

目次	
<b>1. アジアとの関係をどう認識するか</b>	➤ 攻めの農業～和食がユネスコ文化遺産となる中で
➤ ビジネスリーダーからみた東アジアの緊張と対話	➤ アベノミクスの第3の矢～本命の1つは資本効率の向上
➤ つきあいにくい中国の課題	
<b>2. アベノミクスの成長戦略と課題</b>	<b>3. 個性をいかに発揮するか</b>
➤ 日本再興戦略第2弾	➤ 誠実な企業とは～インテグリティの実践
➤ 年金よりも医療が深刻～制度改革とサービス革新に期待	➤ 規模を追わない経営
	➤ しがらみにとらわれず個性を徹底追及する会社

## 1. アジアとの関係をどう認識するか

### ビジネスリーダーからみた東アジアの緊張と対話

日経主催の国際交流会議「アジアの未来」で話を聴いた。特に関心を持った「次世代ビジネスリーダーが語るアジアの未来」というセッションを中心に印象をまとめた。

ベトナムのベンチャーキャピタルである IDG ベンチャーズ・ベトナムの代表であるホン氏（グエン・バオ・ホアン）は、若い企業家を育てたいと意気込む。ホアン氏はベトナム戦争の頃に米国に渡った父の元で、2歳から米国で育った。ハーバード大学で古典文学を学んだ後、ノースウェスタン大学で医学博士を、ケロッグマネジメントスクールで MBA をとった。他の3人の兄弟もみな医者であるという。13年前にベトナムに戻って、ベトナムの産業、企業の勃興に力を入れている。

彼はベトナムにマクドナルドを持ち込んだ。なぜか。マックの従業員に対するサービス教育が人を育てると踏んだからである。彼は現在40歳、まだ若いといわれそうだが、ベトナムではそうではない。7300万人の人口の半分が20歳以下であり、40歳より若い世代が全体の7割を占める。80～90年代に生れた人々が、ゴールデンエイジを迎えている。若さはあるが、彼らには経験や知識が欠けている。ベトナムは人が資源である。90年には貧困

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

率 75%、一人当たり GDP100 ドルであったものが、今では同 7%、1500 ドルになった。中所得層の罫に陥らないように、教育に力を入れ、技術を磨く必要がある。

ベトナムの政治体制は、中国をモデルにしており、一党独裁である。民主主義のフレーバーが入ってきているが、法の支配にはまだ懸念がある、とホアン氏はいう。法律があってもその適用となると課題はある。確かにビジネスにオープンであり、投資に対して支援もある。一党独裁であるがチェック&バランスが働いており、対話の余地も大きい。しかし、深い理解が必要であり、グレーゾーンに注意すべきであるという。

中国の企業は、ものまねフォロワーであるといわれるが、中国は今変化している。国内に大市場を持つ中で、第 2 世代の企業家は新しいことをやろうとしている。中国は、変わろうとしている。それに対して、ベトナムは 15 年前の中国であると、ホアン氏は指摘する。それでもハングリーさの中で、マーケットの革新が起きていると強調する。課題はベトナム人の全員が、海外へ留学したいと思っていることにある。学生を輸出しているともいえる。なぜか。自国での教育体制が不十分である。輸入の学問では、本当の教育はできない。自国で高い教育を受けられるように、投資する必要がある。これがまだ不十分であるという。

台湾のシンキンポグループ（新金寶集團、New Kinpo Group）のシェン CEO（サイモン・シェン）は 47 歳、キンポグループの創業者であるショー会長の傘下に属する。キンポグループは台湾を代表する ODM（委託者ブランド生産）、EMS（エレキ受託生産）の企業である。22 カ国に 72 工場、従業員 12.4 万人を有する。シンキンポは HDD（ハードディスクドライブ）の部品で世界 No.1 である。シェン氏は台湾の大学を出た後、米国のビジネススクールとロースクールに学び、MBA と弁護士（カリフォルニア州）の資格を有する。

台湾について、シェン氏は、台湾人は日本の文化を理解しており、中国でビジネスをする時、日本企業のおきパートナーになれるという。台湾のコストは高いので、これまで中国に投資してきたが、今では中国のみに目を向けているわけではない、2~3 年前から東南アジア、メキシコ、ブラジルにもパートナーを作っている。

台湾は島国で、出生率も 1.0 を下回っている。最近は安定を求める若者が増えており、チャレンジ精神はかつてほどない。台湾のベンチャー企業をみると、スタートアップが難しくなっていると解説する。

キンポグループはタイに 24 年前に進出しており、現在 1.3 万人が働いている。今回のタイの軍事クーデターは、政治におけるタイウェイであり、しゃっくりのようなものであると指摘する。すぐに落ち着いてくるとみており、ほとんど心配していない。

タイの CKP（チョーカンチャンパワー）のスパマス社長（スパマス・トリウィサワウェー）は、タイで文学を学んだ後、米国で行政学の博士を取得した。4 人の子どもの母で、現在 39 歳。42 年の歴史をもつ建設会社をスピノフして、電力事業を立ち上げた。建設会社を創業した父の娘ながら、頭角を現し、昨年上場を果たした。今後はタイトップの電力会社

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

なるべくビジョンを描く。天然ガスの発電所、ソーラーパワーにも手を広げ、ラオス、ミャンマーでも水力発電事業を計画する。

タイのクーデターについて、スパマス氏は、これは以前に何度もあったことで、ビジネスの継続性に何ら心配ないと楽観する、タイは東西アジア、南北アジアを結ぶハブに位置しており、アジア各国の中でインフラは相対的に整っている。FDI（海外直接投資）へのインセンティブシステムもある。電力事業を始めたのは、リスクが少なく、将来のインフラとして欠かせないと判断したからである。ラオスにはすでに投資を始めているが、ミャンマーについては、現在調査しているところである。ミャンマーはまだ法律の枠組みを作ろうとしているところで、ルールができていない。

今回のクーデターは、投資家にとってはよい方向に向かうのではないかと。スパマス氏は、ビジネスは政治化しないで、常に中立を保って事業を推進していくことを強調していた。また、タイの騒動について台湾のシェン氏は、軍の介入はすでに予測していたことであり、悪いことではない、よい方向に向かうという解釈をしていた。

ミャンマーについて、ベトナムのホアン氏は、20年前のベトナムの状況に近いという。リスクとリウォードはよく勘案する必要がある。途上国に汚職と賄賂はつきものなので、ここのチェック&バランスが必要である。うっかりすると、汚職に手を染めることになるから注意すべしと指摘する。

中国の企業、JAT自動車技術の宣会長（宣奇武、シェアン・チウ）は、中国の長春で育ち、清華大学で自動車工学を学んだ後、中国一汽グループに入り研究開発に従事した。その後、九州大学に留学し工学博士を取得、三菱自動車に入社した。合計10年間日本で学んだ後、中国に戻って、車の設計会社を創立した。

中国の自動車市場はすでに世界一であるが、現在の2200万台が2020年には4000万台まで膨らむと予測する。彼は自主独立の技術で車を作っていくことを目指し、商品開発を支援するエンジニア集団を作った。現在1500人の会社で、そのうち高度なエンジニアは中国人で200人、日韓欧人で100人ほどいるという。

開発の手法について、まず日本流を持ち込んだが失敗した。次に米国流を応用したが、これも上手くいかなかった。そこで中国流を編み出し、現在は順調である。いずれアジアNo.1のエンジニアリング会社になることを目指している。

中国の市場は大きく、チャンスもある。シェアン会長が中国で就職した92年当時は、月給が3000元であったが、今は1万元である。この間発展をとげてきたが、技術に対する考え方や、実際のものづくりや環境に関する技術では遅れている。中国の自動車産業は今後10年大発展するので、PM2.5問題も含めてビッグチャンスがあると認識している。

中国は周辺国と政治的にいろいろもめているが、市場はビッグなので、アジアの人々と仲良くやりたいと強調する。シェアン氏は、中国共産党の一党独裁について、良いところ、悪いところがあるという。民主主義は、国民が中間層として育っている時には機能するが、

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

中国のような格差の大きい国では、民主主義は合わないともいう。富裕層、中間層、底辺層と分けると、日本は1:8:1であるが、中国は1:3:6である。この6の人々をどうするかは難しい問題である。中国共産党の組織をみると、優秀な人が上に上がる仕組みになっている、組織運営に修正能力もあるので、大きな心配はいらぬという。

中国政府のトップは、現局面の打開に向けて何とか上手くやろうとしている。メリット、デメリットを分けて、中国とは付き合う必要がある。米国は、民主主義が一番というが、民主主義はまだ適さない国があるということを理解する必要があると指摘する。大事なことはその国にいいリーダーがいるかどうかであり、今の中国は、その意味で不安はないと説明する。世界は民主主義に進んでいくとしても、各国の事情やタイミングもある。民主主義は選挙で選ばれた代表が参加して運営を行う。参加は重要であるが、そこには対立もある。対立をどうこなしていくか。そこに時間がかかる。ビジネスは社会環境の安定性と継続性を求めるので、将来の発展を見据えて、政治的には折り合っていく必要があるという。

中国は貧しいところから、豊かなレベルにきた。そうすると、プライドを持つようになる、プライドを持つと、ものまねやコピーはしなくなる。よい方向に向かっているといえる。しかし、中国の中には、まだ貧しい人々も大勢いるので、その人々はかつてと同じように何でもやりかねない。

中国と周りの国の関係は、確かにごちゃごちゃしている。中国もお兄さん格として、仲良くしようと言わなければならないのは確かである。安定成長の環境を作るには、経済をベースに仲良くすることであり、各国企業とも平和のためにやるべきことがあると、シェアン氏は強調する。

これに対して、政治家はどのように考えるのか。ミャンマーのソーテイン大臣（大統領府相）は、20年後のミャンマーは民主主義国になるべく進んでいくという。ポピュリズムではなく、選挙がきちんとできるようにする。民主主義は選挙の質によって測ることができる。最も大事なことは、多数派が少数派を守ることをできるかどうかである。その前提として、市民権を守るには、司法が機能するようにしなければならない。まずは新しい教育制度を作り、民主主義を教えることである。強い独立した司法を作ってフェアネスを確保することである。信仰の自由を認め、差別しないことである、と強調する。

マレーシアのマハティール元首相は、東アジアに対して、政治的には中東ほど悪くないし、金融経済では欧州ほど悪くないという。中国は確かに強力になっている。しかし、中国は、米国に対して脅威も感じている。米国は東アジアにおいて、米国が参加できない組織を嫌う。APECのように米国が入ればよしとする。米国は、自国が好まない政府を支持しない。民主的な形で選ばれていても、その手続きを問題にする。そして、相手を威嚇する。威嚇すれば、必ず相手は防衛しようとする、マハティール氏は強調する。

戦争は起こりうるので、戦争をせずに和解することを考えるべきであるという。ベトナム本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ムと中国は一触即発かもしれないが、両国の人々をあおり立ててはいけない。感情に流されれば、ろくなことにならない。日本が米国と一緒にあって、相手を威嚇する立場に立つとするならば、そのような対応は望ましくないと指摘する。戦争は威嚇によって引き起こされ、そのコストは高く、ダメージも大きい。そして、戦争では何も解決しない。共存できる道を探すべきで、歴史から学ぶことが要諦であろう、とマハティール氏は話した。

確かにどんな場面でも、共通価値の共有を目指し、対話を続けて、互いにリスペクトする志が求められる、と痛感した。対話による共通の価値創造こそ、紛争解決に対する最大の方策であると位置付けて、実践したいものである。

### つきあいにくい中国の課題

中国には時々行く機会がある。都市化はハイスピードで進んでいる。地下鉄のできる国は途上国から中進国に移行する証でもあるが、その勢いはすさまじい。

かつてシンガポールの投資家に、中国とインドのどちらに投資するか、と聞かれた。どちらにもチャンスは十分あるが、リーダーシップの下、物事がサッサと進む国と、民主主義の手続きで事態がなかなか進まない国では、スピードを採る、と彼は述べた。

日本はリスクをとらない企業が多く、国政の改革においても思うように進まない国と見られていた。アベノミクスはそれを打ち破ろうとしているが、まだ道半ばである。

日本と中国、韓国の外交関係は難しい。互いに理解しえない論理と感情の壁が立ちほだかっており、陰悪な雰囲気はどうコントロールしていくかが問われている。

中国から観光客が大勢訪れている。日本を理解してもらうにはよい機会である。中国人は自国の情報統制についてよく知っており、うかつに本音を話すということはない。日本滞在は物心ともに安心して楽しめるらしい。留学生の中には日本で学んだ後、日本企業で働き、日本に住みたいという人もかなりいる。

でも、ずっと日本企業で働きたいかという、日本の組織運営のぬるま湯的なところが我慢できないという声も聴く。頑張ったらすぐに昇進し、報酬が大きく増えることを望む。

中国における日本企業は、生産拠点から販売拠点へ仕組みを変えている。生産コストだけに着目すると、アジアの別の国に移った方がよい。中国の膨大な市場を相手にするなら、販売拠点としての機能充実と、中国人のマネジメントによる独立した経営が求められる。

中国は経済の規模では大国となってきた。しかし、1人当たりの所得格差は極めて大きい。共産党の1党独裁であるが、優秀なリーダーによる国の舵取りで一定の効率を上げているのも事実である、派閥や閥閥があるにしても、妙な世襲制はほとんどない。

このような理解の下で、野村資本市場研究所の関志雄シニアフェローの話を、日本証券アナリスト協会でも聴く機会があった。中国経済を国際的な視点で分析、予測できる第一人者である。

関氏は昨年著書も出しているが、中国が直面する「二つの罟」について、強調していた。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

中国経済の成長率は従来に比べて鈍化しつつある。労働力不足を通して、潜在成長力は低下しており、7%前後の成長率が妥当なところであるという。

住宅バブル、地方政府債務、シャドバンキングについて、海外からみると不安は高まっている。確かに経済のマイナスの影響をもたらすが、国がコントロールできなくなって、クラッシュすることはないとみている。

二つの罍のうち、「中所得の罍」については、中国内需の大きさを活かせば生産性を上げる余地は十分あるが、既得権益を握っている国有企業が自らの改革に乗り出さないのであれば、その克服は難しくなる、と関氏はいう。何をなすべきかの方向性は分かっているが、構造改革は実際にできるかという点、どこの国でも直面する壁は高い。ただ、中国のリーダーシップは強烈である。上手く事態を進展させられるかどうか注目したい。

もう一つ罍は、「体制移行の罍」である、と関氏は強調する。普遍的価値を重視し、権力の腐敗を乗り越えて、新しいグランドデザインを描き、遂行することができるか。これはまだ分からない。

中国とのビジネスは人に依存する。国としてつきあいくいからとって、避けて通ることはできない。中国ビジネスに果敢に挑戦する日本企業も引き続き多い。中国ビジネスにおけるマネジメントの巧拙について、その成功や苦難の事例をよく知って投資判断に役立てたい。企業のIRからは、中国におけるマネジメントの実態について詳しく聞きたいと思う。

## 2. アベノミクスの成長戦略と課題

### 日本再興戦略第2弾

2014年6月に「日本再興戦略」の改訂版が発表された。アベノミクスの成長戦略の第2弾である。1年前のものに比べると、大幅に進展している。基本は構造的な規制改革であるから、いずれも時間を要する。全体からみれば、まだ手がついていないものも多い。それでもかなりの前進が見込めるので、株式市場にとっても一定の期待を繋ぎ止めている。

そもそもアベノミクスの成長戦略は、日本再興戦略と名付けられており、3つの軸から成る。1つは、「日本産業再興プラン」であり、競争力強化の土俵作りを目指す。2つ目は、「戦略市場創造プラン」で、これは内需を生み出すことを目指す。3つ目は、「国際展開戦略」で、こちらは外需を生み出すことを狙っている。

それぞれの軸には、アクションプランの項目が挙げられており、日本産業再興プランでは、産業・企業を強化するための施策を実行しようとする。戦略市場創造プランでは、ヘルスケア、エネルギー、インフラ、地域資源などが取り上げられる。そして、国際展開戦略では、TPPなどの通商政策やインフラ輸出などが注目されている。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

アベノミクスの政策フレームワークを現時点で評価すれば、道半ばながら、景気の好転という点では好ましい成果を出している。金融政策では、異次元の量的質的緩和が、海外先進国の金融緩和、経済好転と相まって、円を望ましい水準に保っている。しかし、円安効果は一巡しつつあり、金融緩和による資金需要が大きく高まるというほどではない。

財政政策は、東日本大震災からの復興を含めて大幅に拡張されており、消費増税対策も含めて刺激効果を上げている。財政政策は拡張を続けられない限り、いずれ息切れしてくるので、このまま持続するのは難しい。しかし、4月の消費増税をほぼ乗り切ったので、次の10%のハードルを超えることができれば、財政再建に向けて消費税が1つの有効な手段であるという手応えが出てくる。

### 新しい成長戦略～日本再興戦略の改定版2014

<b>稼ぐ力を取り戻す</b>
企業が変わる コーポレートガバナンスの強化・・・2015年度までにコーポレートガバナンス・コードの策定 公的・準公的資産運用業の見直し・・・GPIFのガバナンス、ポートフォリオの見直し 持続的企業価値創造に向けた企業と投資家の対話促進・・・株主総会の見直し ベンチャー支援・・・大企業を巻き込むベンチャー創造協議会
国を変える 成長志向型法人税改革・・・20%台への引き下げ(日本35.64%、ドイツ29.59%)、減税先行して数年で実現、 社会課題解決へのロボット革命・・・ロボット革命実践会議
<b>担い手を生み出す</b>
働き方の改革 成果で評価する労働時間制度の創設・・・年収1000円以上のホワイトカラー・エグゼンプション 長時間労働の見直し・・・朝型働き方
女性の活躍促進 放課後児童クラブの拡充・・・2020年までに30万人拡大 女性に指導的地位の向上・・・女性の割合30%へ、有報に女性役員比率記載
外国人の活用 技能実習制度の拡充・・・対象業種の拡大と5年への延長
<b>成長エンジン/地域支援産業育成</b>
質の高いヘルスケアサービスの提供 保険外併用療養費制度の大幅拡大・・・混合診療の拡大、日本版コンパッションエネジーの導入 非営利ホールディングカンパニー型法人の創設
攻めの農林水産業 農業委員会、農業生産法人、農協の一体的改革・・・地域農協の創意工夫を生かす 企業の農地所有解禁は5年後に再検討
<b>地域活性化/中堅中小企業革新</b>
地域ぐるみの農林水産業の6次産業化 世界に通用する魅力ある観光地づくり・・・2020年までに外国人旅行者は倍増の2000万人へ、ビザ発給要件の緩和、IR(カジノを含む)の検討 PPP/PFIを活用した民間によるインフラ運営

(出所)内閣府「日本再興戦略」改定2014、「経済財政運営と改革の基本方針2014」、「規制改革実施計画」より作成

新しい成長戦略～「日本再興戦略」改訂 2014 では、4つの切り口で、その政策が強調されている。①稼ぐ力を取り戻す、②担い手を生み出す、③成長エンジン/地域支援産業育成、④地域活性化/中堅中小企業革新、の4つである。その中から特に注目すべき点を取り上げてみる。

「稼ぐ力」では、①企業が変わる、②国を変える、という2つが強調されている。①では、コーポレートガバナンスを強化する。2015年度までにコーポレートガバナンス・コードを策定し、企業の価値創造力を高める。また、公的、準公的資産運用業を見直す。特に、GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人、厚生年金と国民年金の給付の財源となる年金積立

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

金の管理・運用を行う機関)のガバナンスのあり方とポートフォリオの見直しの中で、株式のウェイトを高めようとしている。さらに、機関投資家がスチュワードシップ・コードを実践する中で、‘持続的企業価値創造に向けた企業と投資家の対話’を推進していく。その中で、今後株主総会のあり方も見直していく。

②では、成長志向型の法人税改革を柱とし、法人税を現在の 35.64%からドイツ並みの 29.59%へ、20%台に下げようとしている。減税先行で、数年で実現しようとする。もう 1 つは、社会的課題解決へのロボット革命の推進で、ロボット革命実践会議を設置する。

「担い手を生み出す」では、①働き方の改革、②女性の活躍促進、③外国人の活用を進める。成果で評価する労働制度を創設し、年収 1000 万円以上のホワイトカラー・エグゼンプション(労働時間規制適用免除制度)をできるようにする。また、放課後児童クラブの拡充で、2020 年までに 30 万人の拡大を図る。さらに、有報(有価証券報告書)に女性役員比率の記載を求めるなど、女性の指導的地位の割合を 30%まで高めるような向上を目指す。外国人の活用では、技能実習制度における対象業種の拡大や、3 年から 5 年への延長で、その拡充を図る。

「成長エンジン/地域支援産業育成」では、①質の高いヘルスケアサービスの提供や、②攻めの農林水産業の育成を図っていく。その中では、混合診療の拡大や日本版コンパッションネートユース(生命に関わる疾患を有する患者の救済を目的として、代替療法がない等の限定的状況において未承認薬の使用を認める制度)の導入が進められる、また、農業委員会、農業生産法人、農協の一体的改革にも手がつけられる。

「地域活性化/中堅中小企業革新」では、①地域ぐるみの農林水産業の 6 次産業化、②世界に通用する魅力ある観光地作り、③PPP/PFI を活用した民間によるインフラ運営などが進められる。PFI (Private Finance Initiative) は公共サービス(公共施設の建設、維持管理、運営等)に民間の資金、経営能力及び技術能力を導入することであり、PPP (Public Private Partnership) はこの概念をさらに拡大し、公共サービスに市場メカニズムを導入することである。また、観光では 2020 年までに外国人旅行者を倍増の 2000 万人に増やすことを目標にビザ発給の要件緩和などでも実行される。

これらの内容について、網羅的すぎて、今 1 つパンチがないという見方もできよう。具体的施策を作り上げる段階で骨抜きになってしまうのではないかという心配もある。しかし、何が課題は分かっているにもかかわらず手がかからないことに対して、思い切って踏み込もうとしている。規制を緩和し、そこに資金を投入するのであれば必ず成果は上がってくる。新しいビジネスチャンスに参入し、投資を始める企業が出てくるのはほぼ間違いない。

とりわけ法人税減税には意味がある。また、企業の収益力を高めるようなガバナンス改革と対話の促進も効果が期待できる。収益力を向上させる企業への投資が促進されるならば、運用パフォーマンスも向上して、年金財政は明るさを増す。女性の活用も企業の付加価値向上と世帯の所得向上に寄与しよう。ヘルスケアや農林水産業、観光産業が発展する

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。



ことは、新たな雇用機会の創出にも結びつこう。

アベノミクスの次の課題は、社会保障制度改革とエネルギー（原発）政策にある。さらなる前進に着目したい。今回の成長戦略を相変わらず進み方が遅いとみるか、一步踏み込んで前進しているとみるかによって、評価は分れよう。企業の活躍の余地が広がるという点で、筆者はポジティブに評価したい。

### 年金よりも医療が深刻～制度改革とサービス革新に期待

高齢化にどう備えるか。社会保障制度改革推進会議の委員を務める清家篤慶応義塾長の話を聴いた。すでに何が問題かは分かっているが、今後の方向性を考える上での指針となるので、その骨子を整理してみたい。

65歳以上の人が総人口の25%を超えた。元気な人も多いので65歳以上を高齢というのは時代に合わなくなっているが、65歳から74歳までの人口と、75歳以上の人口を比較すると、今は1:1である。これが10年後は2:3へ、40年後は1:2となり、75歳以上の人がこれから本格的に増えてくる。

なぜ高齢化がこんなに目立つのか。それは経済成長の結果である。豊かになると、長寿化し、少子化となる。そして、これまでとは逆に、高齢化が経済にマイナスのインパクトを与えてくる。社会保障の費用増大で財政がもたなくなる、経済の担い手である生産人口が減る、国内消費が減少してくるので需要不足となる、人口減少で地域社会が崩壊してくる、というような不安がほぼ確実に迫ってくる。

では、どうするのか。3つの手を考える必要がある。1つは、高齢化をマイルドにすることである。長寿化は止められないので、少子化を食い止めることである。子どもを増やすような政策が求められる。2つ目は、子どもが増えたとしても、労働に貢献するのは25年かかる。労働人口が減らないようにするには、女性と高齢者にもっと働いてもらう必要がある。3つ目は、労働力が減少するので、社会保障の制度を変えて、財政が破綻しないように内容を見直すことである。工夫はしていくとしても、今までと同じような年金や医療サービスは受けられなくなる可能性が高い。

大学を出た人の生涯賃金は2.5億円と試算される。最初の10年で0.5億円である。女性の場合、ここで結婚して家庭に入ってしまうと、2億円の放棄所得が発生する。これは社会にとって損失である。女性が子どもを産んでも、仕事と両立して子育てがきちんとできるように、子育て支援政策が必要である。仕事が両立できるように、待機児童は一刻も早く減らしていくことが求められる。

2人目の子どもを産むかどうかは、子どもの父である夫が十分に妻を手伝ったかどうかにか依存する。夫が子育てを手伝わないと2人目は作らない。遅く入社する、早く帰宅するなど、就業のフレキシビリティが男女とも当たり前になってくる必要がある。

日々の労働時間が減っても、60代まで長く働くことによって、生涯労働時間は延びる。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

この方が効果も大きい。働く人が増え生涯労働時間が延びれば、一人当たりの社会保障負担は減ることになる。

歳をとっても全員強制的に働けというのではない。引退は自由である。幸運にも日本は、働きたいという人が多い。60～64歳の75%は働く意思がある。これがドイツでは50%、フランスでは20%という調査結果が出ている。

それには制度改革が必要である。今のような年功賃金を維持するのは無理である。年齢が上がると賃金が増えるという仕組みをかなり前からフラットにする必要がある。夫婦二人の収入で生活水準を維持し上げられるようにする。今のような60歳で再雇用はあるが報酬が激減するようなやり方では全く不十分である。

65歳の人の平均余命は、男性で19年、女性で24年である。今のような仕組みでは、これは長すぎる。引退後20年も面倒をみる社会の仕組みはなかなか成り立たない。

寿命に個人差はあるが、元気な人が多い75歳くらいまでは普通に働けるような社会にしていくことが求められる。75歳を過ぎると、病気になる人も急速に増えてくるので、どう健康を維持するか、予防医療が重要になってくる。

現在、社会保障給付として年間110兆円を使っている。GDPが500兆円だから、その2割に相当する。110兆円のうち、9割を年金、医療、介護など高齢者に使っている。将来ともそれを支えてくれる子どものためには、わずか4%しか使っていない。若い人をサポートすることは、将来をサポートすることである、と清家先生は強調する。

年金と医療・介護は性格が異なる。年金はお金の問題で、人数に比例する。リニアな増加なので、数値で見ると現在の54兆円が2025年で60兆円となる。75歳以上が増えても、一人当たりの金額はふえない。一方、医療・介護は命に関わるので、簡単ではない。しかも75歳以上が増えてくると、一人当たりにかかる医療費は大幅に増えてくる。幾何級数的（ノンリニア）に増大する。今の44兆円が2025年に74兆円、1.7倍にもなると見込まれる。しかも、医療と介護には、医療機関やヘルスケア関連のサービスプロバイダーが介在しているので、ここの協力が必要である。しかし、利害が錯綜するので、改革が難しい領域である。この10年、年金の未納問題ばかり話題になったが、それよりも医療・介護改革の方がはるかに重要である、と清家先生は指摘する。

医療の何が問題か。若い人の病気は急性期で、すぐに治す必要があり、治ったらすぐに病院を離れる。それに対して、高齢期の病気は慢性期であり、完全治癒はない。病状を改善して、QOL（生活の質）を維持できるようにする。これには病院だけでは無理で、地域包括ケアが必要である。

清家先生は2つのことを強調する。1つは、社会保障制度をサステナブルにするには、「支える力」が大事である。人口＋労働＋能力アップを図っていく。もう1つは、トレードオフを考える必要がある。将来の世代のために、今の世代は我慢する必要がある。自分のことだけではなく、次の世代も含めてみんなのことを考える。そして、これは単なる可能性

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ではなく、ほぼ確実に迫ってくる現実であるから、実学としての手を打つべきであるという。

日本は高齢化先進国である。個々の解決策は世界にいくつも例はある。それを総合的に推進できれば、今度は日本が世界にソリューションを提供できる。そうなれるように、視野と心を拡げておきたい。同時に、それを担う新しい企業にも大いに注目したい。

### 攻めの農業～和食がユネスコ文化遺産となる中で

農林水産業の6次産業化が合言葉になっている。本当に進める気があるのか。林芳正農林水産大臣の話を聴いた。

土地や品種を改良するというサプライサイドの政策からから、デマンドサイドの政策へ転換し、マーケットインを志向する。国内の従来型の食に関する市場は伸びないかもしれないが、世界の食の市場は2020年に向けて2倍へ、その中でアジアは3倍に伸びると予想される。国内でも、狭義の農産物という従来の見方に捉われなければ、大いに伸ばす余地はある。

農業は他の産業との連携が大事であり、6次産業化を図る方針だ。1次産業（農産物の生産）、2次産業（食品加工産業）、3次産業（食のサービス産業）を組み合わせ、高付加価値化を追求していく。 $1+2+3=6$ 、 $1\times 2\times 3=6$ 、どちらも6になる。とりわけ、生産者が消費者に触れることがポイントである。例えば、ある農家レストランでは、季節のメニューを決めてから、作付する農産物を決めるという。これなどは、まさにマーケットインの考え方である。

「攻めの農林水産業」の4本柱は、①多様な担い手を育成し、確保するために生産現場を強化する、②6次産業化の推進に向けて、需要と供給をつなぐバリューチェーンを構築する、③FBI戦略（From-By-In）を軸として需要フロンティアを拡大する、④コミュニティの再生に向けて農山漁村の機能を多面的に発揮させる、という点にある。

その中では、産業政策と土地政策がポイントである。需要拡大に向けたデマンドサイドの政策では、国内においては「医福食農連携」を推進する。具体的には、1) 日本食と健康に関する科学的知見を生かす、2) 介護食品を地産地消で育てていく、3) 中国からの輸入が多い漢方薬用原料を国産化する、4) 学校給食における地場利用の定着を図るなど、工夫の余地はいろいろある。

例として面白いのは、みかんなどの柑橘類に豊富に含まれているβ-クリプトキサンチン（β-CRP）を、科学的根拠を持って「アシタノカラダ」という飲料にしたことである。愛媛の温州ミカンにその成分を多く含むことが分かり、それを活かして商品化を進めた。その健康効果は、骨粗鬆症の予防、糖尿病の進行抑制、免疫力の向上、美肌効果などに関連するといわれる。健康食品としての展開だ。

食のグローバル展開では、FBI戦略を一体で進める。FBIは、Made From Japan、Made By  
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

Japan、Made In Japan の F、B、I をとっている。From では、世界の料理界で日本の食材が活用されるように推進する。例えば仏料理では、日本のゆず、なまこ、だし、うまみなどが利用されている。By では、日本食ビジネスをクールジャパンの一環として海外で展開する。その進出を支援する。

In では、日本で作った食品を国別、品目別に目標を定めて輸出の拡大を図っていく。2012年の4500億円を、2020年には1兆円の輸出額に持っていく方向である。そのサポートとして、ジェットロを使ったマーケティングや、各国の検疫がスムーズにいくような交渉に力を入れて、輸出の窓を広げようとしている。中東、イスラム国向けのハラールについても対応していく。

また、サプライとデマンドをつなぐバリューチェーンの拡大による6次産業化に向けて、それを支援するファンド作りを本格展開している。このA-FIVEファンドを全国に50本作ろうとしており、2月現在で39本のファンドができた。

オランダでは少人数の家族でパプリカの生産を大規模にやっている。機械化がかなり進んでいるからである。こうしたやり方を日本流にアレンジすることも狙っている。ロボットやスマート技術を応用していく。品種改良では、パンを作る小麦、ラーメン専用の小麦など、バリューチェーンの連携を深めることで、6次産業化を推進し、その市場を現在の数兆円から2020年には10兆円に持っていく方向である。

土地政策では、農地集積が生産現場の強化に結び付くように、政策を進める。具体的には、「農地中間管理機構」を整備し、農地が活用できるようにもっていく。今や耕作放棄地は40万haと、滋賀県全体と同じ規模になっている。これを、新規参入も含む農業の担い手が活用できるようにする。生産者が行政の生産数量目標に頼らず、自らの経営判断で需要に応じて、生産できるようにする。

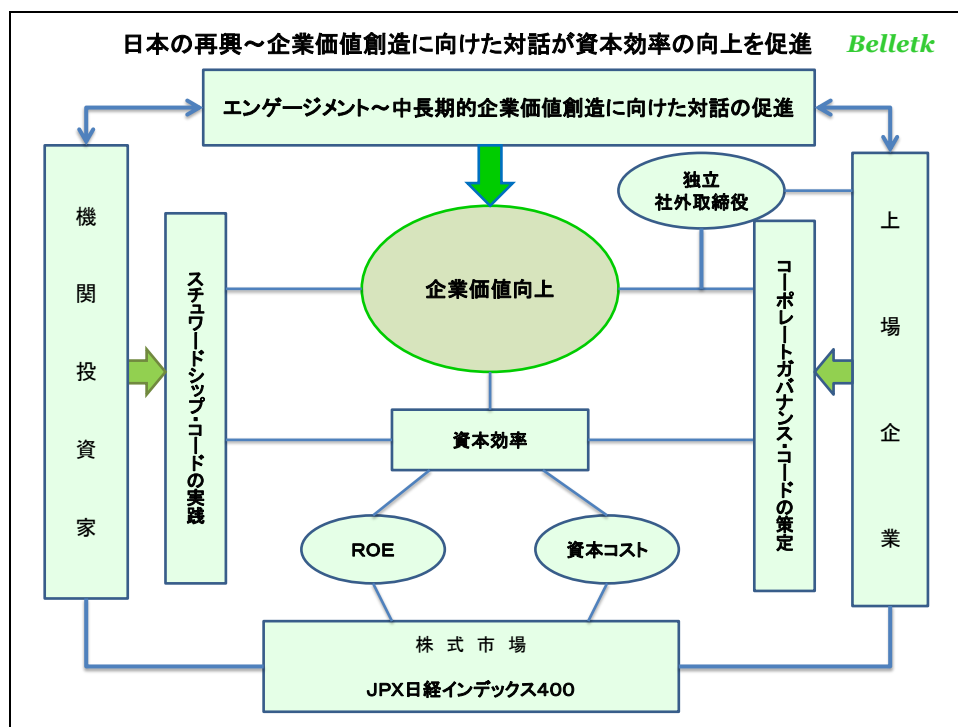
比喩的に言えば、補助金がもらえるから米を作ろう、ということではなく、農地はしっかりした担い手に預けて農業をやってもらうけれども、水路や農道は従来の農地所有者も含めてみんなで守って行こう、ということである。そこでは働きに見合ってお金が出るという仕組みにする。これで農業の担い手は生産に集中でき、農地所有者やその周辺の人々も農地・資源を守るという仕事で収入が得られることになる。

水田では、米以外も作れるようになる。米でも、エサ米を作れるようにする。輸入トウモロコシと戦って、ここに補助金を出す。これは収穫時期が違うので、作業の平準化にも役立つ。こうしたことをパッケージで進めようとしている。

需要があるなら工夫して作ってよい。自由度を高めることによって、当り前のことができるようにすると、林農林水産大臣は強調する。話を聴いていると、従来の路線とは一線を画するような政策になりそうである。が、本当に中身を伴って実行されるのか。総論賛成・各論停滞では、農業の衰退は止まらない。方向は見えているので、インセンティブが働くような仕組みに作り上げ、実践してほしいと願う。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

農業で働きたいという人には、新しい雇用機会となろう。企業にとってもビジネスチャンスとなるので、投資家による資本の効率的な利用という点で、資本市場の活性化にも貢献するものと期待される。



### アベノミクスの第3の矢～本命の1つは資本効率の向上

経産省の「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）の「中間論点整理」が公表された。メンバーとして議論に参加しているが、この報告書を読んで、日ごろから実感している点をいくつか強調したい。

日本企業の収益性は国際的に見て低い。つまり、海外の企業に比べて相対的に儲かっていない。なぜか。1つの理由は、企業としての差異化が十分できていないからである。自社でもできると考えて、似たようなことを始めてしまい、なかなか手を引かない。同質化しやすいといえよう。もう1つは、価値あるものを適正に売ることが上手くない。本当は価値に見合ってもう少し高くてもよいものを、姿勢として安くしてしまうという習性があるのかもしれない。

多くの企業は、収益性の指標として売上高営業利益率を重視し、実際によく使われている。一方で、ROE(自己資本利益率)となると必ずしも定着していない。この20年、投資家からはROEが重要であると指摘されてきたが、企業の経営指標としては十分機能していない。なぜか。ROEを事後的に計算している企業は多い。決算短信にも開示が義務付けられて

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

いる。中期計画においても ROE を明示している会社はかなりある。しかし、経営の実態において、それを活用しているのかというと、そうでもない。上場企業でありながら、資本市場のことがわかっていない可能性がある。

会社に対して誰がガバナンスを効かすのか。重要なのは、企業のガバナンスの仕組みである。その中では、複数の独立社外取締役が機能しているかどうか問われる。同時に、有力な役割を担うのが株主であり、機関投資家である。しかし、機関投資家が本当にものを言う株主かといえば、未だ十分でない。アクティビストのように活動せよ、という意味ではない。自らの利益を追求して、何が何でも無理を通そうと要求するわけでもない。鍵は対話にある。投資家が企業と真の対話をすることによって、企業の競争力が高められるようになれば、こんないいことはない。そのような対話が、本当にできるのだろうか。

企業サイドも、投資家に言われなくてもそんなことは分かっている、あるいは、ビジネスの実態を知らない投資家が無理な目標をすぐに達成しろと要求する、というような姿勢では、真の対話はできない。自社について、会社の方がよくわかっているのは当然であるが、投資家は他の優良企業をいろいろみている。その比較感から、素朴な問いが的を射て、それにどう応えるかで戦略の根本が認識されるということがありうる。そういうことが、1つでもあればしめたものである。緊張と協調の対話が、規律を磨き、競争力を高める。これが本質である。

では、具体的に何を対話するのか。投資家は企業の価値創造のプロセスを知りたいのである。そのためには、1) 商品やサービスに対する価格の決定権は誰が握って、どのように決まっていくのか、2) わが社が世の中にとって不可欠であるという存在感はどこに由来するのか、3) まだ儲かっていない事業、輝きを失いつつある事業を含めて、事業ポートフォリオをどのように最適化していくのか、4) 画期的なイノベーションにどのように取り組んでいるか、5) 新しい時代に合った経営革新をいかに実践しているか、などについて議論をしたい。

まさに、経営の中身そのものである。何も企業の秘密を知りたい、それを教えてほしいということではない。会社の持っている組織能力について理解を深め、投資家として自信を持ちたいのである。こうした長期投資に資する情報提供が会社側から徹底されるのであれば、目先の短期的な情報に惑わされることは減少するので、短期志向のインセンティブは低下していこう。

企業の経営力やその実行に対する信頼感は、今のところ十分でない。投資家を納得させつつ、彼らの意見を自らの経営に上手く咀嚼し織り込んでいくことが求められる。そのプロセスにおいて、ROE や資本コストを意識した経営を実践する。経営の仕組みの中に、ROE と資本コストをビルトインしてほしいのである。

実際にはどうするのか。論点とプロセスをはっきりさせるために、少し飛躍してみる。1つ目は、7年後の EPS (1株当たり利益) をイメージして議論しよう。2020年のEPSなどわ本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

からない。その通りだが、EPSのありようを想定するには、会社の実態をこれまでよりもつっこんで考える必要が出てくる。

2つ目は、会社をA、B、C、Dと、自らの考えで、企業レーティングしてみよう。企業の善し悪しをイメージし、軸を定めて、どうしたらCからBへ、BからAに上げられるかを議論してみよう。レーティングの評価軸を定め、その評点を検討する。正しいかどうかではなく、論点を明確にした上で、内容を検討することが重要である。

3つ目は、1) 3年平均のROEが8%以下の会社は、なぜそうなのか、どうしたら8%以上に上げられるかを議論しよう。2) 8%を超えている企業は10%以上に上げることを検討しよう。3) 10%以上の企業は15%以上に定着させるための経営について構想し、戦略を練っていく。ROE8%以上が日本標準、15%以上が世界標準（グローバルスタンダード）であると認識してほしい。逆に8%以下は、資本コストから見て実質的な赤字企業である可能性が高く、企業価値創造企業として恥ずべき存在であると考えが必要があろう。そういう認識が定着すれば、8%以上へ何としてもダッシュすることになる。日本の多くの企業はその力をもっている、成果は目に見えてこよう。

4つ目は、配当性向を現在の30%ではなく、50%に上げよう。日本企業の横並び意識と財務戦略の不明確さを正すには、もっと配当を上げて、株主還元を進めることを想定する。総還元性向でもよいが、まずは配当を上げたら何が起きるかを考えてみると、別の姿がみえてくる。効果は3つほど考えられる。1) 増配は株主にとってありがたいことであり、投資家層の拡大につながる。2) 配当を上げるには、もっと収益性を高めようというインセンティブが働く。そして、3) 過剰な内部留保を避けるので、必要な時にはエクイティ・ファイナンスを行うという機動力が高まってくる。

5つ目は、短期、中期の従来型業績予想の開示を止めて、本当に大事にしたいKPI(重要経営指標)の開示に絞ることである。売上高、営業利益、経常利益ではなく、自らの価値創造にとって重要なKPIを設定し、それについて議論していくことが重要である。KPIは多様でよい。マネジメントは、自ら定めるKPIについて、投資家とよく議論をして、コミットしてほしい。コミットするからには、責任も問われる。

6つ目は、統合レポート(Integrated Report)を充実させ、IRの場ではこの総合レポートに盛り込むような内容についてプレゼンをし、Q&Aを行っていくようにしてほしい。株主総会はもちろん、機関投資家説明会や個人投資家説明会でも、望ましいIRとは何かを考え、互いの自己主張をぶつけ合う必要があろう。最初はギクシャクするかもしれないが、次第にこなれてくるものと期待される。

最後に、制度としてCSA(コミッション・シェアリング・アレンジメント)を実現すべきである。最良執行と調査をわけて、よい調査(リサーチ)にフィーを払いやすくする。これによって、機関投資家とセルサイドアナリストの役割がより充実され、独立系のアナリストも含めて、よいリサーチの出番が増えよう。質の高いレポートに対する競争が、対話の本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

促進をサポートすることになるからである。

これらのことが実践されれば、日本の資本市場の効率は高まり、世界の投資家を一段と引き付け、企業価値創造のリターンが国力の向上に大きく貢献しよう。策は見えている。2020年に向けて、それぞれの立場で大いに邁進したい。

### 3. 個性をいかに発揮するか

#### 誠実な企業とは～インテグリティの実践

誠実な企業とは何だろうか。誰に対して、何に対して、誠実であろうとしているのか。誠実とは、嘘偽りがなく、私利私欲に囚われることなく、真心をもって、人や物事に対することである。これは現実にはどういう意味なのだろうか。企業として、誠実に経営する、誠実に生きるということを具体的に検討してみよう。

3月に「誠実な企業賞2014～Integrity Award」の表彰式があった。野村総合研究所が最優秀賞、アンリツと前田建設工業が優秀賞に選ばれた。各社のトップが受賞企業として、我が社の経営について講演した。その中で誠実な企業という観点から、印象に残ったキーワードについて、いくつか採り上げたい。

野村総合研究所(NRI)の企業理念は“未来創発”である。新しい社会のパラダイムを洞察し、その実現を担っていく。先取りの精神で、顧客から高い信頼を獲得し、よい品質のシステム、情報セキュリティ、働く環境などを提供することを目指している。

嶋本正社長が特に大切にしていることは、社内のコミュニケーションと、社外とのコミュニケーションである。社内では経営者の思い、組織を越えた交流、ネガティブ情報を把握するしくみに力を入れている。ネガティブ情報の把握では、5段階による顧客満足度の状況、天気マークによるシステム構築時のリスク状況、5段階による稼働システムのリスク状況、イエローカード/レッドカードによるコンプライアンスの重点項目チェック、などを具体的に実行している。

社外とのコミュニケーションでは、人づくり、社会づくり、環境づくりをテーマに掲げている。人づくりとして、NRI 学生小論文コンテスト(高・大生を対象にした「あなたが考える“ワクワク社会”等」、キャリア教育プログラム(小、中、高生向け)、経営者の育成(野村マネジメントスクール)などを行っている。社会づくりでは、「生活者1万人アンケート調査」(3年に1回)、NISA、番号制度への提案など、環境づくりでは、共同利用型ITサービスによる生産性向上、コスト低減と同時にCO2排出の大幅削減などを提案している。

創業50周年に向けた「VISION2015」では、①未来をリードする会社、②戦略推進、業務改革のパートナー、③いきいきと働ける会社、④協業できる会社、⑤ベンチマークされる存在感のある会社となって、企業価値を創造し、株主に貢献することを目指している。問

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。



題発見（ナビゲーション）と問題解決（ソリューション）を追求する姿勢がまさに誠実であると評価できよう。

アンリツは“つなぐ先進性”の会社である。2015年に創業120年を迎える。橋本裕一社長は、200年企業を目指して、長寿企業とは誠実の証であるということを実践している、モバイル情報通信分野の計測器で、当社は圧倒的なシェアを誇り、18カ国に25の法人を有し、社員（2800人）中5割が外国人である。異物の検査という点で、食品、医薬品分野にも事業を拡げている。

誠と和と意欲を大事にして、“我思う、故に実現する”という技術立社を標榜している。CSV（社会的価値の創造）の実現に向けて、「2020 VISION」を策定し、事業軸と社会軸を追求しつつ、アンリツブランドの向上を目指す。社会の課題解決を通して、グローバルマーケットのリーダーのなることを推進し、同時に新事業もここから生み出していく。

これを「envision：ensure」と名付けている。ビジョンを実行して、確かなものにするという意味である。顧客の期待を越えるイノベーションを通して、価値創造のスパイラルを実践していく。財務的には、資本コストを明確に定義して、ROE20%を実現する。グローバルCSRを事業戦略と連動して実行している点が高く評価できよう。

前田建設工業の小原好一社長は、建設業において、環境経営No.1を目指している。その成果として“地球への配当”を定義し、実践している。地球は我々に資本を提供している。資本を提供しているなら、配当があつてしかるべしということで、純利益の2%を地球に戻す活動を行っている。純利益が赤字になった時でも30百万円は配当することになっている。

当社のCSR活動では、80年代に安全、90年代に品質、2000年代にコンプライアンスに力を入れてきた。そして、小原社長が社長になった2009年からは環境に取り組んでいる。社長自身長年ダムを造ってきたので、自然の怖さをよく知っている。事業体として500の現場で活動し、企業としては全体の技術や仕組みで貢献する。個人としては、本人だけでなく家族と一緒に行動する。

環境版のMAEDAルールを作って、2%の3分の2をMAEDAグリーンコミットへ、3分の1をMAEDAエコポイントに活用する。グリーンコミットでは、温暖化防止などに加えて、ベンチャー企業への投資なども含む。エコポイント（Me-pon）では、貢献活動をエコポイントとして貯めて、エコ商品（寄付も含む）と交換できるようにしている。

2015年度までの3カ年計画では、環境経営をコアに、脱請負とグローバル化を図っていく。建築・土木事業を軸に、社会に提供する価値を持続的に拡大する企業になることを目指している。その中では、事業の上流から下流まで、自らが事業主になるために資本を投入する。さらに、太陽光発電や洋上風力といった再生可能エネルギー事業にも取り組んでいく。

このように3社をみても、“未来創発”、“つなぐ先進性”、“地球への配当”を本業に据えて実践している。中長期的な企業価値創造を社会的課題のソリューションと結び付け

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ながら実行している。CSRを事業のコアに位置付けて、誠実に取り組んでいる。誠実な企業の本領が、ここで発揮されている。誠実な経営が中長期的な企業価値創造といかに一体となっているか、投資家としてここに最も注目したい。

### 規模を追わない経営

最近、マツダの元気がよい。どうしてか。毛籠（もろ）常務執行役員の話をお聴きする機会があった。それは規模を追わない経営を実践しているからである。規模を追わないといえればベンツやBMWを思い浮かべるが、マツダに同じようなブランド力があるとも思えない。ところが、変化への挑戦は実に興味深い話であった。

マツダは1920年（大正9年）創業。現在、売上高が2.7兆円、経常利益1400億円、従業員数3.8万人、130万台の車を120カ国で販売している。2013年3月期は当期純利益で5年ぶりに黒字に復帰し、2014年3月期は復配も実現した。広島県のGDPの20%を占め、働く人の出身も3分の1は広島県である。

マツダといえば、ロータリーエンジン、ハッチバック、ロードスター（オープンスポーツカー）を思い浮かべる。かつて経営が苦しくなって、住友銀行の支援を受け、フォードの資本参加を仰いだ。そのフォードとも2009年には資本提携を解消し、自力での再生を目指した。国内の販売台数は20万台と少ないので、海外での販売台数を伸ばすことに力を入れてきた。その過程において、いつも為替に苦しめられた。円安の時に過大投資を行い、円高の時に負担がのしかかるというパターンであった。量産効果を求めて、規模を追いかける経営を続けてきた結果である。

長らく、規模が小さくないとブランドは強くなれないと考えていた。欧州におけるマツダのシェアはわずか2%にとどまる。ブランドとは消費者の頭の中にある像（イメージ）である、と毛籠常務はいう。ブランドのために量が必要であるとすると、量を追求して、押し売りをしがちである。本社ではブランドを作るために量を求めるが、それぞれのローカルな地域や現地では、量を捌くための安売りや値引き販売に追い込まれた。商品や技術でいいものが単発的で出ても、それが長期的なブランド力の向上に結び付くというほどではなかった。

何としてもマツダらしい戦い方を生み出す必要があった。そこで2つの点に力を入れた、1つはハイブリッドではなく、従来型のガソリンエンジンに集中した。新興国の市場が大きく伸びるので、先進国型のハイブリッドよりも、まずは従来のエンジンを根本から見直すことに全力投入した。もう1つは、車の車体構造を変えることに集中した。マーケティング戦略においても考え方を一変させた。①大きくななくてもよい、小さいことに意味があると考えた。②存在価値の有無を問うて、“走る喜び”を追求することにした。③際立つワン、オンリーワンを求めて、強烈なファンにアピールすることを求めた。④そして、選ばれ続けるには、No.1ではなく、オンリーワンになると決めた。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

そのために、会社をどのように変えていくのか。すべてを変える必要があるので、それを“つながり革新”として遂行した。何よりもブランドロイヤリティが最も大切である。その中で2のPに力を入れた。1つはプライスである。従来は値引きのマツダであった。それをやめるために、在庫を減らす、車のグレードアップを図る、中古車市場のコントロールで残価を適正に保つ、というようにした、正価販売の正価に、意味ある価値を反映させるようにしたのである。結果として、米国では価格が上昇し成功をみせた。

もう1つは、購買チャネル（パーチェスチャネル）におけるコミュニケーションを変えた。「Be a driver, Manifesto」宣言にみられるように、ドライブが大好きな人に合致したクルマしか作らないと決めて、製品の特徴を強調するのではなく、商品のストーリーを訴えることにした。インサイドアウトの実践である。内面（インサイド）のパラダイムを変えて、それから外側（アウトサイド）を変えるという考え方で攻めた。実際、ターゲット客へのねらいは当たり、新しい顧客層が入っている。ブランドにエンゲージしていくことで、強い関係性を作っていけると、毛籠常務は実感している。輸入車と比較対照して、マツダのクルマを購入する客も増えている。一方で、スバリスト（スバルのクルマが大好きな人）と、かぶっているわけではない。

ものづくり革新は2006年から本格化した。数を追わなくてもコストが下がる生産方式を開発し、それを成功させている。いわゆる部品の共通化によるのではなく、燃焼特性を共通化させるという画期的なイノベーションを実現した。これによってエンジンの生産工程が2~3割削減できるようになった。コモンアーキテクチャーの開発によって、コストをドラクティクに下げられるようになったのである。これが規模を追わない経営を浸透させ、新しいブランドの追求にも結び付けられるようになった。4年ほどかけて、ようやく全社的な方針として定着し、業績の成果にも結びついてきた。

最近マツダはトヨタからハイブリッドの技術を導入して、ハイブリッド車も出している。そこに自社で開発したスカイアクティブ・エンジンを活かし、性能を一段と高めている。スカイアクティブ・エンジンは、燃焼特性を大幅に改善するとともに、その特性を共通化した。そうすると、エンジン毎の設計や部品が大幅に省略され、製造工程におけるプロセスも削減できる。これによって大幅なコスト低減と性能アップが実現した。自社の強みに特化し、弱いところは他社から技術導入を図るというメリハリをつけている。しかも、強みを生かして「Be a driver」という個性を追求している。マツダがどこまで個性的なクルマメーカーに変身して、ブランド力を向上できるのか、大いに注目したい。

### しがらみにとらわれず個性を徹底追及する会社

松井証券の松井道夫社長は個性の固まりである。強烈な個性が言動に満ち溢れている。松井証券の経営は十分に差別化されており、変化の激しい証券界にあって強固なビジネスモデルを作り上げている。松井社長の話を聴く機会があった。いつもながらの語り口はま本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ことにユニークである。

「頑張らないで下さい」と、松井社長は社員に言っている。どういう意味か。「頑張らなくてもよい方法を考えてください」という意味である。20年近く社長をやっているが、本当のイノベーションは顧客に聞いても教えてくれない。まだ誰も知らない商品やサービスを提示するのがイノベーションである。新しい仕組みを作るのが仕事で、そのことばかり考えて、社長室にこもって常に自問自答している。そして、たまにひらめきが生まれる、という。

株式取引の手数料は金融ビッグバンの前は115bp（1.15%）であったが、今では6bpである。20分の1になった。ところが、松井証券の株式の取り扱いが300倍になっており、利益は10倍以上に増えている。手数料競争をして何が残るのか。消耗戦になるだけである。そこで当時、過当競争にならないもの考えた。それが金利であった。信用取引において貸している資金の金利は相対的に安定している。これをビジネスの軸におくことにした。3%の利ザヤで十分な収益を稼げるようにした。

松下幸之助氏は、執念あるものは可能性から発想する、執念なきものは困難から発想する、と言った。難しいとあきらめるのではなく、出来るための方法を必死で考える。松井社長はこれを実践している。

もう1つ、コントロールできない目標は無意味であるともいう。コントロールできるものであれば、努力のし甲斐がある。実際、不満は人に対するものであって、不安は自分に対するものである。不満と不安は対極にあるが、コントロールできるものであるかどうかを問うていく。

さらに、虚業と実業の違いは何か。価格は顧客にとってコストである。顧客にとって不用品なコストを提供するのであれば、それは虚業であり、有用なコストであれば実業であると定義する。世の中でよくいうリストラは、不用品なコストを減らして、ビジネスを実業に戻すことである。

彼は若い時、日本郵船で働いていた。もともとは画家になりたかったが、美術の先生に無理といわれて方向転換した。就職の時は、1人当たり売上高の高い会社を選んだ。日本郵船では海上運賃の自由化に直面し、運賃が1ヶ月で20分の1に下がるような経験をした。過当競争をどう乗り切るか。その時の経験が証券界でも生きた。

娘婿として松井証券に入ったが、先代からは「好きにおやりなさい、あんたの責任で！」といわれた。以来、今に至るまで、虚業を切って、ビジネスモデルの革新を追求してきた。井原西鶴の「始末十両、儲け百両、見切り千両、無欲万両」（日本永代蔵）を引用して、無駄を切り捨てて儉約し、投資をして収益を目指す。失敗することも多いが、社会の公器となって、責任を果たしていく。その証が利益であると強調する。

松井証券は2018年に創業100周年を迎える。松井社長はトップになって以来、会社の規模を徹底的に小さくすることを考えてきた。少数精鋭化である。現在の従業員数は120名

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

である。社長は1人当たりの指標にこだわっており、2014年3月期の1人当たり純利益は1億円を超えた。採用は年5人と少ない。人を絞って、収穫逓減の法則に陥らないようにしている。つまり、できそうでも、独自の強みが確立できない、もうからないビジネスには出ていかない。

トップの役割は何か。それは次の変化を見据えて、先手を打っていくことである。時代とのギャップが広がると、不要なコストが顕在化し、会社は潰れる。コストは社長がコントロールできる。最も大事なことは、誰を社長にするかというコーポレートガバナンスである。社長の成績は数字である。KPIが達成できなかつたならば身を引くべきという。

では、どういう会社がいい会社か。それは、“人間味のある会社”であると、松井社長は述べる。組織が人間に近い、ファジーでフレキシブルな会社が良い。100年前に起きた資本と労働の分離ではなく、これからは資本と労働の新しい融合が起きるのではないかと強調する。今は資本主義の弱さがみえている。次の変化は何か。これを考えていかないと社長は務まらない。「資本と労働の融合」、新しい企業価値を生み出す面白い会社の条件として注目したい。

常に松井証券でしかできない仕組み、サービスを考えている。最近注目されている1日信用取引やプレミアム空売りサービスは、プロの個人投資家のニーズに応じており、なかなか真似できるものではない。既存のビジネスで収益の柱を作っていると、自らのビジネスモデルを壊すような新しいことはなかなかできないので、他社は参入しにくい。かつて、証券のインターネット取引に一気に舵を切ったのも、既存のビジネスへのしがらみがなかったからともいえる。

デフレの時代が終わってインフレの時代が来れば、1600兆円の個人金融資産が預金から株式に本格的に動き出す。その時に投資信託は重要な商品であるが、今の仕組みが顧客にとって本当に価値あるものか。もっと新しい仕組みがありうるかもしれない。今投信ビジネスをやっていないが故に、しがらみなく大きな構造変化に挑戦できるチャンスが来ると、松井社長は認識している。

2014年3月期のROEは20%であった。アベノミクス相場の効果があったので、この高いROEを維持するのは難しいが、松井社長は相場変動の中でも、ROEの向上は常に意識している。今のビジネスモデルで、大型の投資はいらない。投資にあたっては、内部留保の資本コストは高すぎると判断し、利益の大半は株主へ返している。配当性向は80%近い。資本コストを明確に意識した経営を実践している。松井証券の株主になって、激動する金融界の勝者を追っていくのも面白いと思う。

## 鈴木行生(すずきゆきお)

(株)日本ベル投資研究所 代表取締役 首席アナリスト



### (略歴)

福島県会津若松出身。東京理科大学大学院理工学研究科経営工学専攻修士課程修了。  
75年(株)野村総合研究所入社、自動車、重工機械、鉄鋼、国際商品市況、合繊、小売り・サービス、金融などの産業を担当、東京、大阪、パリでの企業アナリストを経て、96年取締役企業調査部長。  
97年野村証券(株)取締役金融研究所長。2000年野村アセットマネジメント(株)常務執行役員調査本部長。  
05年野村ホールディングス(株)取締役、野村アセットマネジメント(株)取締役、野村信託銀行(株)取締役、野村資本市場研究所(株)取締役。  
07年社団法人日本証券アナリスト協会会長(09年8月まで)。この間、一貫して証券アナリストの業務に従事。  
10年7月(株)日本ベル投資研究所を設立し、アナリスト(Independent Research Analyst)として活動中。  
現在、公益社団法人日本証券アナリスト協会顧問。金融庁企業会計審議会臨時委員。  
経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクトメンバー。  
株式会社システナ(東証1部、情報通信システム開発)社外取締役。  
有限責任監査法人トーマツ顧問。イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社(投資顧問、資本コスト情報サービス)内部監査顧問。  
日本IR(インベスターズリレーションズ)学会副会長。日本証券アナリスト協会検定会員(CMA)

### (最近のレポート)

[「持続的成長に向けて～企業価値創造のリターンを求めて」、トーマツ「会計情報」、Deloitte、2014年7月号](#)

「日本経済の再生～日本企業の成長戦略に求められるもの～」トーマツ「会計情報」、Deloitte、2013年7月号

「真の価値創造を目指して～投資家から見た企業価値評価」(花堂靖仁、高橋治彦編著「近未来の企業経営の諸相-2025年-」の16章、中央経済社、2012年3月)。

「日本の復興と投資家の気概～次世代を担う新しい日本を創る～」(証券アナリストジャーナル、2011年7月)。

「提言の論点 東日本大震災の復興に向けて」(公益社団法人日本証券アナリスト協会、2011年6月)など。

(株)日本ベル投資研究所 (ベルトーケン) ホームページ [www.belletk.com](http://www.belletk.com)

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。